

Moeda Única e Banco Central Unificado no Mercosul: Princípios Econômicos e Desafios Institucionais

HÉCTOR RUBINI
FABIO GIAMBIAGI*

RESUMO A adoção de uma moeda única do Mercosul implica a existência de um mesmo banco central como único emissor autorizado dessa moeda. Este trabalho aborda diversos aspectos ligados ao desenho dessa instituição “ideal”, com base nos requisitos de estabilidade, previsibilidade, responsabilidade e um razoável grau de independência. O texto apresenta uma resenha da evolução recente das economias do Brasil e da Argentina e enfatiza a necessidade de um trabalho profundo destinado a realizar as reformas institucionais requeridas para uma unificação monetária no bloco. São discutidas as características desse banco central unificado e registrados alguns pontos particularmente destacáveis acerca dos atributos que ele deveria ter para ser aceito por ambos os parceiros.

ABSTRACT *The adoption of a single currency for Mercosur bloc implies the existence of a single central bank entitled as the only issuer of such a currency. This paper addresses several issues related to the design of that “ideal” institution, according to requirements of stability, predictability, accountability and a reasonable degree of independence. The paper presents a review of the recent economic performance of Brazil and Argentina and emphasizes the need of a hard work in order to build up the institutional reforms that requires a monetary unification in the bloc. The characteristics of such central bank are analyzed and some remarks are made regarding the attributes that must be acceptable for each one of the partners.*

* Respectivamente, da Universidad Católica Argentina e do BNDES. Os autores agradecem os comentários de Beny Palatnik e Sérgio Waddington a uma versão preliminar do texto, assumindo plena responsabilidade pelo conteúdo da versão final.

“Nothing moves without man and nothing lasts without institutions” (Jean Monnet)

1. Introdução

Na análise do que ocorrerá com o Brasil daqui a 10 ou 20 anos, poucas coisas são tão importantes como a definição acerca de que projeto de parceria o país irá estabelecer com seus vizinhos que compõem o Mercosul. O mesmo vale para estes, naturalmente. Para saber em que condições os países do bloco estarão em 2010 ou 2020 pode não ser tão importante saber se eles terão 4% ou 8% de inflação ou um déficit em conta corrente de 1% ou 2% do PIB, mas será certamente crucial saber se irão compor entre eles um efetivo mercado comum ou não. É impossível analisar o desenvolvimento da Espanha ou de Portugal sem levar em conta a integração europeia. Analogamente, é crucial saber se o Brasil e os países do Cone Sul da América procurarão seguir “carreiras” separadas ou estreitarão seus vínculos na tentativa de formar um espaço econômico com regras, limites e – por que não? – uma moeda comum.

Nos últimos anos da década de 90 houve certo debate acerca das condições que exigiria a transição rumo a uma possível moeda única do Mercosul. As alternativas discutidas não chegaram a gerar um consenso claro, a não ser por um aspecto: a idéia de que a coordenação macroeconômica, a harmonização das políticas fiscais e certas reformas microeconômicas são condição essencial para se poder chegar a uma moeda comum.

Para que esse projeto seja concretizado, entretanto, será necessário, além naturalmente de uma convergência macroeconômica – baseada, por exemplo, em tetos de inflação e déficit público –, ter uma autoridade monetária unificada, um mesmo regime cambial e uma condução harmonizada das políticas de regulação e supervisão do sistema financeiro dos países-membros.

No campo político diplomático, cabe notar que, entre as prioridades anunciadas após a sua escolha como presidente da República, em 2002, Luiz Inácio Lula da Silva manifestou a intenção de definir uma nova agenda para o Mercosul, reforçando os vínculos com a Argentina, destinada a criar uma base mais sólida para o bloco [*Gazeta Mercantil* (24.10.02, p. A1)]. Essa agenda incluiria: a) a criação de instituições comuns e núcleos executivos

setoriais, com um cronograma para tornar operacional esse aparato comum de estados-membros; *b*) o reexame da Tarifa Externa Comum (TEC); *c*) a tomada de posições comuns nas negociações com a Alca e a União Européia; *e*, conforme a *Gazeta Mercantil* (24.10.02, p. A9), *d*) a “ampliação do sistema regional de coordenação econômica, o que, a longo prazo, pode resultar na criação de uma moeda única e um banco central regional”.

Já depois de empossado, o presidente manifestou-se de forma clara sobre esse objetivo em pelo menos duas oportunidades. No dia 14 de janeiro de 2003, conjuntamente com o presidente da Argentina, Eduardo Duhalde, os dois governos emitiram um comunicado conjunto, em cujo ponto 12 afirma-se que “os presidentes concordaram em intensificar os trabalhos de coordenação macroeconômica no Mercosul. Nesse sentido, instruíram seus representantes no Grupo de Monitoramento Macroeconômico a examinarem, em conjunto com os representantes dos demais estados-partes, os passos necessários para a possível criação de uma moeda comum. Para contribuir com essa tarefa, decidiram encarregar as respectivas Chancelarias e os Ministérios da Fazenda e da Economia para a criação de um Instituto Monetário que se dedicará ao desenvolvimento dessa temática”. Poucos dias depois, o presidente Lula voltou a se manifestar em termos similares, em um artigo por ele assinado e com certa repercussão na imprensa internacional, quando afirmou que “le Mercosur devra élaborer une coordination macroéconomique de ses banques centrales, condition sine qua non pour parvenir à l’instauration d’une monnaie unique. Le Mercosur s’attachera à convaincre d’autres pays de la région de la rejoindre” [*Le Monde* (18.02.03)].

O presente texto insere-se no debate sobre essa questão e busca oferecer subsídios para que a proposta possa ser viabilizada em algum momento futuro. O “valor agregado” que se pretende acrescentar com o texto, no debate incipiente sobre coordenação macroeconômica entre os países, é o de estabelecer uma discussão mais elaborada acerca das características que deveria ter um banco central regional. O trabalho divide-se em seis seções. Após esta introdução, há uma análise da situação recente e dos desafios e perspectivas enfrentados pelo Brasil e pela Argentina, em duas seções específicas, visto se tratarem das duas nações mais importantes do bloco. Logo depois, há uma digressão sobre os obstáculos e os condicionantes para uma possível unificação monetária. A Seção 5 discute o tema do banco central unificado. Por último, nas conclusões é feita uma proposta de convergência gradual da política econômica da região ao longo de alguns anos no sentido de convergir com a inflação internacional.

2. A Conjuntura Brasileira: Desafios e Perspectivas

Evolução Recente da Economia Brasileira: Fatos Estilizados

Para analisar as possibilidades de sucesso de um esquema reforçado de coordenação macroeconômica sob o ponto de vista do Brasil, é necessário avaliar a situação atual da economia do seu principal sócio do Mercosul. A política econômica brasileira a partir de 1999 caracterizou-se pela combinação de um sistema de taxa de câmbio flutuante com um forte ajuste fiscal, em claro contraste com o que se tinha verificado no período 1995/98, associado a uma taxa de câmbio semi-rígida e a um elevado déficit público, a ponto de o próprio resultado primário ter sido deficitário no período. A mudança de 1999 ocorreu no contexto da adoção do sistema de metas de inflação (*inflation target*). Em que pese o fato de que o desempenho macroeconômico do período deixou a desejar, se medido pela evolução do nível de atividade – com taxa de crescimento do PIB de apenas 2% a.a. na média de 1999/2002, inferior inclusive à de 1995/98 –, o ajustamento observado foi substancial, com chances de que o país possa se beneficiar desse processo nos próximos anos. O baixo crescimento e o desemprego geraram uma percepção negativa dos efeitos dessa política por parte da opinião pública, mas uma avaliação disso tem necessariamente que considerar os seguintes fatos:

- entre 1997 e 2002 o preço dos produtos exportados pelo Brasil caiu 23%;
- conforme dados da Cepal, nos quatro anos do período 1999/2002 o resto dos países da América Latina – com exceção do México, cujo ciclo econômico está mais sincronizado com o dos Estados Unidos – simplesmente encolheu 3% em termos acumulados, em contraste com a expansão de 17% dos quatro anos anteriores, algo particularmente negativo para o Brasil, pois esses países concentravam parte importante das exportações de manufaturados antes da desvalorização de 1999; e
- o Brasil teve de se adaptar a uma situação de contração da liquidez internacional, que o levou a fazer um ajustamento externo substancial, o que naturalmente prejudicaria as suas possibilidades de crescimento na fase de ajustamento.

Em tais circunstâncias, o Brasil precisou de mais desvalorização do que seria necessário em outra situação, para gerar a mudança do balanço de pagamentos compatível com o quadro de menor demanda, queda de preços e retração do crédito observado. Nesse contexto difícil, embora prejudicado pelo baixo crescimento, que afeta a capacidade de arrecadação e torna mais difícil o controle das contas públicas, o país passou de uma situação de ausência de superávit primário para um resultado de quase 4% do PIB desse indicador, com queda do déficit como proporção do PIB (Tabela 1).

A percepção desse ajustamento foi algo ofuscada pelo fato de que os efeitos patrimoniais da desvalorização fizeram aumentar drasticamente a relação dívida pública/PIB, devido à circunstância de que a dívida pública passível de ser afetada pela taxa de câmbio era de 14% do PIB no final de 1998 e naturalmente aumentou de importância com a valorização do dólar (Tabela 2). É importante destacar, porém, que a chamada dívida “fiscal” – isto é, aquela que na classificação do Banco Central do Brasil está associada à

TABELA 1

Brasil: Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) – 1998/2002

(Em % do PIB)

COMPOSIÇÃO	1998	1999	2000	2001	2002
Superávit Primário	0,0	3,2	3,5	3,6	3,9
Juros Nominais	7,5	9,0	7,2	7,2	8,5
NFSP	7,6	5,8	3,7	3,6	4,6

Fonte: Banco Central do Brasil.

TABELA 2

Brasil: Dívida Líquida do Setor Público – 1998/2002

(Em % do PIB)

COMPOSIÇÃO	1998	1999	2000	2001	2002
Dívida Fiscal	40,6	40,7	40,9	41,6	37,5
Ajustes Patrimoniais	1,1	8,0	7,9	11,0	19,0
Efeitos Cambiais	0,9	7,4	8,4	10,0	17,6
Outros ^a	0,2	0,6	- 0,5	1,0	1,4
Dívida do Setor Público	41,7	48,7	48,8	52,6	56,5
Memo: Dívida Interna Indexada a Câmbio	7,3	9,3	10,0	14,6	14,9
Dívida Externa Pública	6,2	10,3	9,6	10,4	14,6

Fonte: Banco Central do Brasil.

Obs.: Posição de final de período (dezembro).

^aResultado líquido de (reconhecimento de passivos contingentes – privatizações).

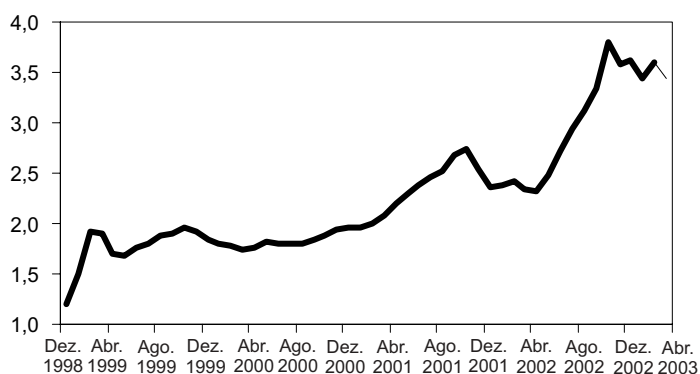
dinâmica do déficit público – diminuiu depois de 1998. Isso indica que, quando e se a taxa de câmbio real se estabilizar, a dívida pública deixaria de ser pressionada por esse fator, e daí em diante a trajetória da relação dívida/PIB dependerá da taxa de juros e do crescimento da economia. O aumento da dívida traduziu-se no incremento do superávit primário de 2002 – inicialmente previsto para 2,7% do PIB e que acabou sendo de quase 4% – e no fato de que todos os cenários para a administração de 2003/06 trabalham com um superávit primário dessa magnitude, muito acima dos números de 2% a 2,5% do PIB que se considerava para o mesmo período quando se faziam esses exercícios há alguns anos.

A contrapartida positiva da desvalorização observada, retratada nos Gráficos 1 e 2, pode ser vista nos Gráficos 3 e 4: em quatro anos, entre 1998 e 2002, o Brasil passou de um déficit de US\$ 7 bilhões na balança comercial para um superávit de US\$ 13 bilhões, gerando uma queda do déficit em conta corrente de US\$ 34 bilhões para US\$ 8 bilhões no mesmo período.¹ Em que pese o reconhecimento de que o crescimento do PIB foi de fato baixo, ter exibido uma mudança dessa magnitude sem que a economia tenha chegado

GRÁFICO 1

Brasil: Taxa de Câmbio Nominal – Dez. 1998/Abr. 2003

(Em R\$/US\$)



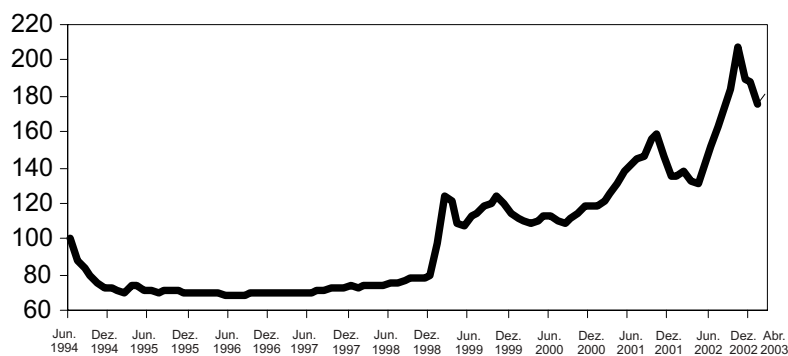
Fonte: Banco Central do Brasil.

1 No Gráfico 2, o conceito de índice de taxa de câmbio real utilizado corresponde ao indicador “taxa de câmbio nominal x Índice de Preços ao Consumidor dos Estados Unidos/Índice de Preços ao Consumidor do Brasil”, no qual uma desvalorização, portanto, se expressa através de uma curva ascendente. Nesse conceito, o índice aumentou 137% entre dezembro de 1998 – antes da desvalorização – e dezembro de 2002.

GRÁFICO 2

Brasil: Taxa de Câmbio Real – Jun. 1994/Abr. 2003

(Base: Jun. 1994 = 100)

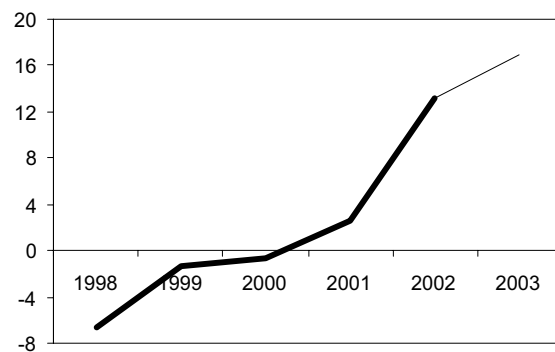


Fonte: Banco Central do Brasil.

GRÁFICO 3

Brasil: Balança Comercial – 1998/2003

(Em US\$ Bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Obs.: Para 2003, previsão dos autores.

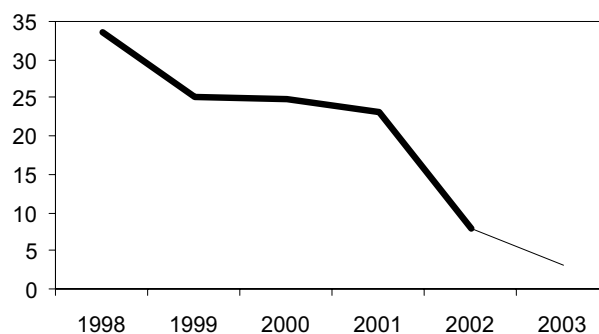
a encolher, ou seja, tendo mostrado expansão em todos os anos, não deixa de ser um feito positivo do regime de câmbio flutuante.²

² México e Coréia do Sul, nos anos de suas respectivas crises, tiveram mudanças mais expressivas na situação externa, porém com quedas do PIB de 5% ou 6%.

GRÁFICO 4

Brasil: Déficit em Conta Corrente – 1998/2003

(Em US\$ Bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil.

Obs.: Para 2003, previsão dos autores.

Resumidamente, no período 1999/2002, tendo feito um ajuste primário da ordem de 4% do PIB e um ajuste notável da taxa de câmbio real, que se traduziu em uma mudança substancial do resultado da conta corrente, o Brasil deu passos importantes no sentido de superar finalmente os dois grandes desequilíbrios – fiscal e externo – existentes durante 1995/98 e que prejudicaram a *performance* da economia nos anos correspondentes ao segundo mandato do presidente Cardoso. Ironicamente, porém, tendo corrigido durante 1999/2002 os dois mais sérios problemas herdados do seu primeiro mandato, a herança do segundo mandato deixada para o seu sucessor foi uma inflação perigosamente ascendente – exatamente aquilo que a estabilização propiciada pelo Plano Real se propôs a combater.

O Debate sobre o Regime de Metas de Inflação

Antes de passar à análise da atual conjuntura brasileira em termos de inflação, é necessário fazer uma breve incursão pelo debate sobre o regime de metas (*inflation target*) no Brasil,³ adotado em junho de 1999 como forma de dar uma âncora alternativa a um processo de estabilização que durante

3 Para uma profunda análise dos antecedentes do debate sobre o regime de metas de inflação no mundo, ver Leiderman e Svensson (1995). Para uma discussão acerca da sua adoção nos países emergentes, ver Mishkin (2000). O artigo seminal sobre o tema no Brasil é o de Werlang et alii (2000). Uma avaliação sobre os primeiros resultados da adoção desse regime no Brasil pode ser encontrada na coletânea organizada pelo Banco Central do Brasil (2002).

mais de quatro anos tinha se apoiado na âncora cambial. Naquele mês, já decorridos alguns meses da desvalorização de janeiro daquele ano que ameaçou gerar uma alta perigosa da inflação – a qual tinha convergido com a taxa internacional em 1998, em um contexto, porém, de agudo desequilíbrio externo –, o governo anunciou metas de variação de preços para o período 1999/2001, com um intervalo de tolerância de 200 pontos básicos para cima ou para baixo da meta e a informação de que nos meses de junho de cada ano t seria divulgada a meta para o ano $(t + 2)$.

O esquema funcionou a contento em 1999 – quando a variação do IPCA ficou acima da meta, mas dentro do intervalo aceito – e em 2000 – quando a inflação foi exatamente igual à meta. Em 2001 e 2002, porém, devido aos sucessivos choques que impactaram a taxa de câmbio – que passou de R\$/US\$ 1,96 em dezembro de 2000 para quase R\$/US\$ 4 no terceiro trimestre de 2002 –, não apenas o governo não cumpriu a meta, como também a taxa de inflação ultrapassou largamente o próprio teto de tolerância inicialmente aceito (Tabela 3).

A avaliação dos quase quatro anos de implementação do novo regime é ambígua. Por um lado, o fato de a inflação dos 48 meses de dezembro de 1998 ao mesmo mês de 2002 ter sido de 40%, em que pese a desvalorização acumulada chegar a 192%, ou seja, com um *pass-through* de apenas 0,21, indica que o regime parece que foi extremamente eficaz em evitar a pressão inflacionária que se temia antes da desvalorização. Por outro lado, ter tido uma inflação maior que a do ano anterior em três dos quatro anos e ter ultrapassado o teto em dois dos exercícios consecutivos são dados que falam por si e depõem contra o êxito da experiência.

TABELA 3

Brasil: Taxa de Inflação pelo Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) – 1999/2002

(Em %)

VARIÁVEL	1999	2000	2001	2002
Meta de Inflação	8,0	6,0	4,0	3,5
Intervalo (+ ou -)	2,0	2,0	2,0	2,0
Teto de Tolerância	10,0	8,0	6,0	5,5
IPCA	8,9	6,0	7,7	12,5
Memo: Variação Cambial ^a	48,0	9,3	18,7	52,3

Fonte: Banco Central do Brasil.

^aTaxa de variação entre as posições de final de ano.

Na avaliação do debate brasileiro, é conveniente ter como referência os termos da controvérsia internacional a respeito do regime ideal de política monetária. Seria ocioso aqui voltar a mencionar os diversos argumentos pelos quais no mundo de hoje é muito difícil basear uma política antiinflacionária apenas na tentativa de controlar os agregados monetários tradicionais. Como registrado por Gerry Bouey, um ex-governador do Banco Central do Canadá, quando inquirido sobre as razões de a instituição não ter mais metas de expansão monetária como pilar da sua política, “nós não abandonamos os agregados monetários: eles é que nos abandonaram”.⁴ Fixar metas estritas de controle da base monetária ou do M1 é uma receita quase certa de frustração, uma vez que a possibilidade de troca de meios de pagamento por outra forma de moeda num sentido mais amplo deixa o resultado final fora do controle prático do Banco Central. Mishkin (1999) menciona, em sua defesa do regime de metas de inflação, duas outras possibilidades, além do referido regime: *a)* sistemas com câmbio fixo ou alguma de suas variantes; e *b)* sistemas híbridos com metas nominais implícitas de variação dos preços.

A primeira das alternativas não parece recomendável como um regime duradouro, principalmente à luz do abandono a que foi condenada, após o *grand finale* dos regimes cambiais no Brasil em 1998 e na Argentina em 2001, sem contar a debacle desse tipo de sistema em outros países a partir de 1995 – México, Tailândia, Coreia, Rússia etc.

Por sua vez, a alternativa de uma meta de inflação não explicitada, que corresponde ao sistema norte-americano vigente sob a batuta do Fed e que é denominada regime de *just do it* por Mishkin, tem funcionado muito bem nos Estados Unidos, em um esquema institucional, porém, alicerçado em décadas de credibilidade de uma instituição monetária com a independência do Banco Central norte-americano. É difícil acreditar, porém, que um sistema sem algum tipo de balizamento nominal explícito possa funcionar em países com uma institucionalidade ainda frágil e uma memória inflacionária ainda presente como são os casos do Brasil ou da Argentina.⁵

Portanto, apesar dos problemas de implementação, muitos analistas no Brasil consideram que o regime de metas ainda é o mais adequado para países emergentes, o que não significa que não se possam introduzir aper-

⁴ Citado no conhecido livro de Blinder (1998, p. 28) sobre teoria e prática dos bancos centrais.

⁵ No Brasil, o Banco Central ainda não é independente e, na Argentina, por um motivo ou outro, em que pese o fato de ele ser, teoricamente, independente, quatro presidentes da instituição (Pou, Maccarone, Blejer e Pignanelli) renunciaram ou foram afastados do cargo nos últimos dois anos.

feijoadamentos no seu funcionamento. No debate brasileiro durante 2001/02, três temas foram citados com insistência:

- a conveniência de ter um sistema de “banda dupla”;
- a possibilidade de mudar o índice de preços de referência; e
- a importância de se conceder autonomia formal ao Banco Central.

Em relação ao primeiro ponto, a idéia é que o Banco Central deveria operar com duas bandas de tolerância: uma estreita, para situações normais, e uma larga, para poder acomodar choques. No que se refere ao segundo ponto, muitos sugerem que a adoção de um *core inflation* ao invés do índice “cheio” também contribuiria para mitigar o peso sobre a política monetária de choques como os provocados, por exemplo, por uma alta dos preços do petróleo e seus derivados. Por último, uma autoridade monetária independente teria mais credibilidade, o que poderia se traduzir numa redução do prêmio de risco associado ao componente de discricionariedade na definição de políticas.

A Necessidade de Evitar o Retorno do Processo Inflacionário

Foi no contexto desse debate que o Brasil assistiu em 2002 a uma nova alta da taxa de inflação pelo segundo ano consecutivo, o que segundo alguns críticos seria resultado de uma política monetária passiva – ou insuficientemente ativa. Mais perigoso ainda é o fato de que, para uma meta formal de inflação de 4% para 2003, a estimativa média de mercado, apurada semanalmente pelo Banco Central do Brasil junto a várias dezenas de instituições, que era de 4% em janeiro de 2002 – indicando certa confiabilidade na meta oficial inicial, na época não muito inferior a isso –, aumentou para 11% em dezembro do mesmo ano, muito acima inclusive do próprio teto estabelecido para 2003, apontando para uma perda de credibilidade clara no sistema.⁶

A origem do problema encontra-se na deterioração do prêmio de risco-país a partir do segundo trimestre de 2002 (Tabela 4), o que motivou uma escassez de divisas para o país e um aumento simultâneo – já retratado anteriormente – da taxa de câmbio e das taxas de juros domésticas (Tabela 5).

⁶ A meta oficial para 2003 fora inicialmente estabelecida em 3,25%, com intervalo de + ou – 2% em junho de 2001 e posteriormente modificada para 4%, com intervalo de + ou – 2,5% em junho de 2002.

TABELA 4

Brasil: Estrutura dos Prêmios de Risco por Data de Vencimento dos Papéis – 2004/40

(Em Pontos Básicos)

ANO/MÊS	2004	2024	2040
2002 – Janeiro	647	856	918
Fevereiro	637	858	916
Março	525	755	809
Abril	530	781	830
Maio	881	931	981
Junho	1.525	1.199	1.316
Julho	2.071	1.520	1.645
Agosto	2.326	1.671	1.814
Setembro	1.775	1.690	1.852
Outubro	2.063	1.716	1.918
Novembro	1.540	1.508	1.626
Dezembro	1.325	1.370	1.460
2003 – Janeiro	932	1.227	1.293
Fevereiro	770	1.219	1.279
Março	617	1.059	1.114

Fonte: *Credit Suisse First Boston (CSFB)*.

TABELA 5

Estrutura a Termo das Taxas de Juros dos Títulos Prefixados

(Em %)

ANO/MÊS	OVERNIGHT	1 MÊS	3 MESES	6 MESES	12 MESES
2002 – Janeiro	19,0	19,1	19,2	19,5	20,5
Fevereiro	19,0	19,0	19,0	19,2	20,1
Março	18,7	18,6	18,5	18,4	18,8
Abril	18,4	18,6	18,7	19,2	20,6
Maio	18,4	18,7	18,5	18,9	20,7
Junho	18,1	18,8	20,0	22,3	26,9
Julho	18,2	19,0	20,5	24,4	28,8
Agosto	17,8	18,9	21,4	24,9	28,4
Setembro	17,9	18,7	20,9	24,6	27,8
Outubro	19,6	21,3	24,2	27,1	31,8
Novembro	21,3	23,2	25,6	28,9	33,5
Dezembro	23,0	25,4	27,1	28,6	31,9
2003 – Janeiro	25,1	25,9	26,2	26,4	28,1
Fevereiro	25,7	26,5	27,8	29,0	29,7
Março	26,3	26,7	27,2	27,3	27,8

Fonte: *Andima*.

Em dezembro de 2002, a taxa de juros Selic anualizada, definida pelo governo como a remuneração do custo do dinheiro por um dia, encontrava-se em 23%, muito abaixo das taxas de juros praticadas no mercado. Portanto, seja por comparações desse tipo, ou por considerações ligadas às estimativas de inflação – que para a grande maioria dos consultores privados poderia ultrapassar 10% em 2003 –, a taxa de juros era baixa, ainda que fosse elevada na percepção do cidadão comum, para quem taxas reais de juros dos títulos públicos da ordem de 10% eram inaceitáveis há quase 10 anos, após iniciada a estabilização do Plano Real.

O Banco Central e, por extensão, o novo governo se encontravam, portanto, diante de um difícil dilema no início de 2003. Persistir no esforço para atingir a meta formal de inflação para 2003 implicaria correr o risco de deixar a economia em um nível recessivo, pela elevação das taxas de juros, exatamente um dos problemas que levou à derrota do governo nas eleições presidenciais de 2002. Por outro lado, se as tensões dos preços fossem acomodadas mediante uma segunda elevação da meta de inflação para 2003 – que já tinha aumentado 75 pontos básicos, além da ampliação da margem de tolerância –, a ameaça de erosão do regime de *inflation target* era clara, uma vez que, diante das dificuldades, seria bastante plausível que o mercado concluísse que, “quando há algum problema, ao invés de subir as taxas de juros o governo vai simplesmente aumentar a meta de inflação”. Os efeitos dinâmicos de médio e longo prazos desse tipo de comportamento poderiam ser deletérios para a estabilidade de preços. Decorre daí a importância de que, em 2003, utilizando uma política monetária mais ativa, o novo governo possa vencer o duplo desafio de: *a)* conseguir uma inflexão na trajetória da curva de inflação acumulada em 12 meses; e *b)* trazer a expectativa de inflação do mercado novamente para próximo da meta oficial.

Nesse sentido, as primeiras ações do governo empossado em janeiro de 2003 buscaram um equilíbrio entre a necessidade de mudar a meta de inflação e, simultaneamente, preservar a credibilidade do sistema de metas. O “alvo” da variação dos preços do ano foi aumentado de 4% para 8,5%, e com isso o governo pretendeu dar um certo espaço para promover uma queda das taxas de juros, uma vez que a política monetária não ficaria comprometida com uma meta de inflação tão ajustada. Entretanto, a alta inflação mensal dos primeiros meses do ano, a circunstância de que, sendo a inflação baixa nos primeiros meses de 2002, a taxa em 12 meses provavelmente continuaria a aumentar até o terceiro trimestre e a renovação das pressões sobre a taxa de câmbio no contexto da restrição creditícia em nível mundial, ligada ao conflito bélico entre os Estados Unidos e o Iraque, acabaram gerando novos

aumentos da expectativa de mercado para a inflação de 2003 e necessidade de novas altas na taxa Selic.⁷

3. A Conjuntura Argentina: Desafios e Perspectivas

A Economia Argentina no Regime de Câmbio Fixo

No final dos anos 80/início dos anos 90, a Argentina ingressou em uma fase de elevada instabilidade, caracterizada por ataques especulativos recorrentes contra a moeda local, que geraram três episódios de hiperinflação – maio/julho de 1989, dezembro de 1989 e janeiro/fevereiro de 1991 – e só tiveram fim com uma mudança drástica de regime cambial e monetário. Em abril de 1991, o governo assumiu uma reforma baseada em: *a)* adoção de um regime de taxa de câmbio fixo “irrevogável” entre a moeda nacional e o dólar dos Estados Unidos; *b)* desindexação de contratos, permitindo a utilização de pesos e dólares, porém conservando o peso como única moeda de curso legal; *c)* abertura comercial e financeira irrestrita; *d)* definição por lei da independência do banco central; e *e)* adoção de reformas estruturais. Sob uma perspectiva macroeconômica, isso implicou seguir o chamado “enfoque monetário do balanço de pagamentos” como instrumento de preservação da disciplina fiscal e adotar a estabilidade nominal da cotação do câmbio como mecanismo para a reinserção comercial e financeira da economia argentina no mundo.

O país, sendo pequeno face às dimensões da economia mundial, é um “tomador de preços” de bens, serviços e ativos financeiros, o que, somado à abertura irrestrita, deixou-o vulnerável à entrada e saída de capitais de curto prazo, tornando difícil as decisões de investimento e de emprego quando os mercados se tornam muito voláteis. Na fase de abundância de capitais, porém, isso em geral não costuma ser percebido como um problema.

A conversibilidade foi adotada exatamente quando o mundo estava começando uma fase de auge dos mercados internacionais, com um crescimento intenso dos fluxos de empréstimos aos mercados emergentes. Nesse contexto, o êxito inicial da estabilização durante alguns anos pôde então ser explicado pela combinação da credibilidade alcançada no período 1991/94, do cenário internacional de recuperação econômica, liderada pelos Estados

⁷ A expectativa de inflação chegou a 12% em fevereiro e a taxa Selic aumentou até 26,5%.

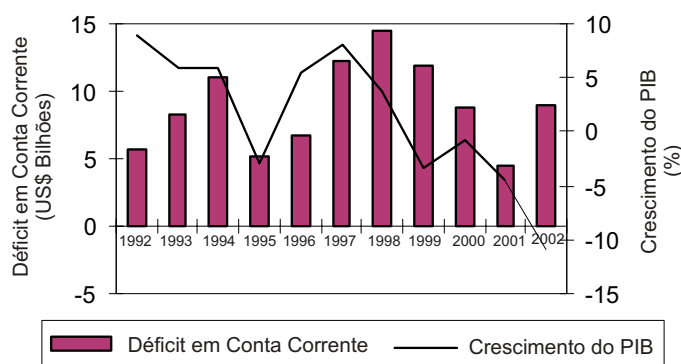
Unidos, e da entrada de capitais, atraídos pelas privatizações e pelo que era então visto como maior segurança jurídica oferecida pelo país. Dito de outra forma, o sucesso dependeu não apenas de um plano de estabilização bem desenhado, mas também de um ambiente externo propício às reformas pró-mercado.

A estabilidade nominal do dólar permitiu menores taxas de juros e de inflação. Por sua vez, a renegociação da dívida externa, no marco do Plano Brady, reabriu as portas do financiamento voluntário dos mercados internacionais de capitais. Portanto, a conversibilidade sustentada por um Banco Central independente que não financiou políticas ativas deixou a estabilidade condicionada às reformas estruturais – privatização, desregulamentação, pactos fiscais com as províncias –, às políticas fiscais intertemporalmente consistentes e aos futuros aumentos de competitividade que permitissem diminuir a dependência em relação aos capitais de curto prazo.

Em consequência, apesar da rigidez à baixa dos preços do setor de bens *non-tradables* – associada em parte à mecânica de ajuste de tarifas das empresas privatizadas de serviço público –, o impacto negativo da defasagem cambial sobre a conta corrente do balanço de pagamentos pôde ser compensado pela entrada de capitais. O Gráfico 5 mostra a forte correlação entre a evolução do PIB da Argentina e o resultado da conta corrente do

GRÁFICO 5

Argentina: Déficit em Conta Corrente e Crescimento do PIB – 1992/2002



Fonte: Ministerio de Economía argentino.

balanço de pagamentos, estreitamente associado à disponibilidade externa de capitais.⁸

No começo do plano de conversibilidade, prevalecia uma espécie de “consenso” acerca de que era praticamente assegurado que um regime de caixa de conversão levaria à reversão da indisciplina fiscal crônica dos anos anteriores. A rigor, porém, isso não passava de uma expressão de desejos. Seu pressuposto implícito era de que a independência do Banco Central e as regras do *currency board* seriam condições *suficientes* para induzir a disciplina fiscal, pois o ponto forte do novo regime era o corte do acesso à emissão monetária discricionário como instrumento de financiamento do setor público. Idealmente, o resultado deveria ser uma disciplina fiscal permanente que seria a base da credibilidade na conservação da regra cambial e o “sinal favorável” que permitiria facilitar o retorno ao financiamento voluntário dos mercados internacionais de crédito.

Entre 1991 e 1994 observou-se de fato certa disciplina fiscal, mas a expansão do consumo e do investimento traduziu-se em um forte incremento da absorção doméstica e das importações, processo que foi financiado com a entrada de capitais. Após o “efeito tequila” da crise mexicana do final de 1994, os fluxos do balanço de pagamentos tiveram de se ajustar fortemente, embora a normalização dos mercados após 1995 tenha permitido uma continuidade dos desequilíbrios observados anteriormente, mediante novos fluxos de financiamento externo (Tabela 6).

Os saldos negativos da conta corrente de 1991/94 refletem o excesso de gasto sobre os ingressos do setor privado – algo esperado em decorrência da estabilização –, enquanto a partir de 1995 coexistem com crescentes desequilíbrios do resultado fiscal dos governos nacional e provinciais.

TABELA 6

Argentina: PIB e Resultados Fiscal e Externo (Médias por Período)

PERÍODO	CRESCIMENTO DO PIB (% a.a.)	BALANÇA COMERCIAL (% do PIB)	CONTA CORRENTE (% do PIB)
1991/94	7,9	- 0,7	- 2,5
1995/98	3,5	- 0,7	- 3,4
1999/2001	- 2,9	0,6	- 3,0

Fonte: *Elaboração própria, com base em dados do Ministerio de Economía argentino.*

8 No gráfico, um “déficit negativo” indica superávit.

A Saída da Conversibilidade

A partir de 1999, a ocorrência simultânea de um elevado desemprego, retratado na Tabela 7, e de um desequilíbrio fiscal agudo reflete o declínio econômico verificado desde aquele ano, em um período em que a economia sofreu os efeitos de vários choques externos:

- a crise da Rússia e do Long Term Capital Fund em 1998;
- o impacto negativo da desvalorização da moeda brasileira a partir de 1999; e
- a maior aversão ao risco dos mercados financeiros internacionais.

Nesse contexto, o regime “puro” de conversibilidade manteve-se inalterado até abril de 2001, quando diversas decisões de política começaram a modi-

TABELA 7

Argentina: Taxas de Desemprego Aberto: Médias Anuais – 1985/2002

(Em %)

ANO	TAXA ANUAL DE DESEMPREGO
1985	6,1
1986	5,6
1987	5,9
1988	6,3
1989	7,6
1990	7,5
1991	6,5
1992	7,0
1993	9,6
1994	11,5
1995	17,5
1996	17,2
1997	14,9
1998	12,9
1999	14,3
2000	15,1
2001	17,4
2002	19,3

Fonte: *Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (Indec) da Argentina.*

ficar os traços fundamentais do regime cambial e monetário até então vigente:

- a substituição do então presidente do Banco Central, que foi interpretada por muitos como o começo do fim da independência da autoridade monetária;
- a mudança por lei da conversibilidade, para que a base monetária em pesos fosse respaldada por uma cesta de moedas com valor de 50% para o dólar e de 50% para o euro a partir do dia em que este fosse cotado a 1 para 1 em relação à moeda norte-americana, o que implicava aceitar um possível ponto final na regra de paridade de 1 para 1 do peso em relação ao dólar;
- a criação de um regime cambial diferenciado para o comércio exterior, para que as divisas de exportação se beneficiassem de um sistema de câmbio duplo; e
- a emissão de quase-moedas, na forma de títulos passíveis de serem utilizados como meio de troca, sendo seus emissores o Ministerio de Economía e os governos provinciais.

Depois do efeito negativo sobre as expectativas da maior pressão tributária registrada desde janeiro de 2000 – em função do aumento de impostos do novo governo De la Rúa – e da redução da entrada de capitais, o governo ficou às portas do *default*, sendo obrigado a negociar um resgate financeiro – a “blindagem” – com o FMI para receber desembolsos condicionados ao cumprimento de metas de ajuste fiscal. A falta de cumprimento dessas metas e a perspectiva de uma crise financeira de graves proporções refletiram-se na fuga de capitais e de depósitos e na substituição de dois titulares do Ministerio de Economía em menos de um mês.

Como a situação fiscal não melhorou e face à iminência de emissão de múltiplas quase-moedas, o governo, já na gestão do novo ministro Domingo Cavallo, tentou implementar um programa baseado no objetivo de “zerar” o déficit público, a ser obtido a partir da diminuição do valor nominal dos salários dos funcionários públicos e das aposentadorias acima de 500 pesos. A estratégia, porém, não gerou credibilidade, tendo então se intensificado a fuga de capitais, devido ao temor de que o governo viesse a congelar os depósitos e/ou a repudiar parte de sua dívida.

As dificuldades para respeitar o objetivo do déficit zero, com a conseqüente saída de recursos do sistema, acabou levando o governo, em novembro de

2001, a lançar a troca compulsória de dívida pública em mãos de investidores locais por um título líquido com maiores prazos e menor rendimento do que o inicialmente previsto. Os boatos de confisco afastavam cada vez mais os investidores estrangeiros de qualquer possibilidade de participar de algum esquema de troca “voluntária” de ativos argentinos por novos papéis.⁹

Nesse contexto, os depositantes aceleraram os saques na última semana de novembro, levando o governo a bloquear a livre disponibilidade de depósitos bancários até fins de março de 2002, por meio da criação do denominado “corralito”, e estabelecendo a obrigatoriedade de pagamentos à vista com cartões de débito, além de impor restrições ao transporte de divisas pelos passageiros em viagem ao exterior. A medida evitou um colapso bancário, porém beneficiou apenas as instituições financeiras mais expostas ao “risco soberano” pela posse de títulos públicos e de empréstimos ao governo.

A impossibilidade de cumprir as metas fiscais com o FMI levou à suspensão do desembolso previsto de US\$ 1,3 bilhão para a Argentina em dezembro. A combinação das restrições do “corralito” com a perspectiva de novos ajustes para 2002 acarretou uma onda de revolta, na forma de conflitos de rua, saques a supermercados e “panelaços” em diferentes pontos do país, que causaram a renúncia do presidente da República em 20 de dezembro de 2001.

Após uma breve interinidade de um par de dias, assumiu, por delegação do Congresso, o governador de San Luis, Adolfo Rodríguez Saá, que declarou formalmente o *default* do serviço da dívida do governo em moeda estrangeira com credores privados. A continuidade dos conflitos de rua e as dificuldades de obter apoio legislativo, porém, provocaram, por sua vez, a sua renúncia depois de apenas duas semanas. Após uma nova interinidade de apenas 48 horas, assumiu a condução do país o então senador Eduardo Duhalde, que anunciou o abandono da conversibilidade mediante uma desvalorização de 40% para operações de comércio exterior – que passariam a ser reguladas por um câmbio fixo de 1,40 peso por dólar – e a criação de um dólar livre e flutuante para as demais transações. As medidas de janeiro e fevereiro de 2002 foram complementadas por sucessivas resoluções e decretos, entre os quais os mais importantes – alguns posteriormente revogados – implicaram:

9 Em novembro de 2001, eram comuns os boatos sobre confisco de depósitos e troca compulsória de papéis por títulos de prazo longo, como no Plano Bonex de 1989. O Congresso tinha rejeitado um projeto legislativo oficial de aumentar a taxação incidente sobre os contribuintes com maiores rendimentos, o que foi percebido como a perda completa de capacidade de negociação do Executivo, fato confirmado pela rejeição em dezembro do projeto de orçamento para o ano seguinte apresentado pelo Ministerio de Economía.

- a criação de restrições à realização de saques tanto da conta corrente como dos depósitos a prazo, com devolução compulsoriamente estendida para o longo prazo;
- a proibição de transações financeiras em moeda estrangeira e a transformação compulsória de depósitos originariamente feitos em dólares a uma taxa de câmbio de 1,40 peso por dólar e de dívidas em dólar a uma taxa de câmbio de 1 para 1;¹⁰
- a mudança da Carta Orgânica do Banco Central, possibilitando maior emissão e, portanto, restringindo a sua independência;
- a suspensão do pagamento da dívida pública;
- a federalização da dívida das províncias, que foram consolidadas em uma dívida da União de 16 anos de prazo;
- a montagem de um sistema de taxas de câmbio múltiplo;
- a implantação de fortes controles cambiais e o virtual fechamento da conta de capitais; e
- o restabelecimento da taxação às exportações, na forma das “retenções” que tinham sido abolidas durante a conversibilidade.

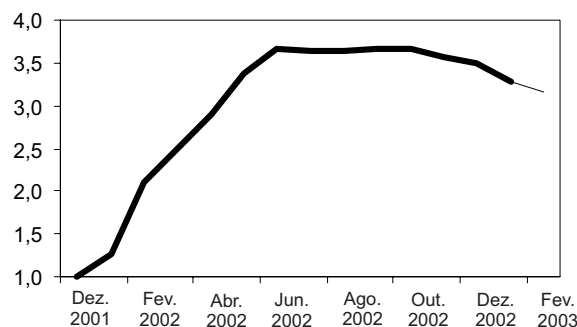
Esse conjunto de medidas, no contexto de uma desconfiança completa da população na moeda e no sistema financeiro nacional, foi acompanhado de uma significativa desvalorização, a ponto de a cotação do dólar medida em pesos aumentar 270% em seis meses (Gráfico 6).¹¹

Ao longo do segundo semestre de 2002 e início de 2003, especialmente após a nomeação de Roberto Lavagna alguns meses depois da mudança cambial de janeiro de 2002 para o comando da economia, houve alguns sinais importantes de melhora. A drástica elevação do superávit comercial, associada ao colapso das importações no referido contexto, permitiu à economia Argentina dispor de uma quantidade de divisas para atender em parte à grande demanda pela moeda norte-americana no início da flutuação cambial

10 Essa “pesificação assimétrica” representou uma perda patrimonial de US\$ 14 bilhões para o sistema bancário consolidado.

11 No Gráfico 6, entre o final de 2001 – quando ainda vigorava a paridade de 1 para 1 – e o momento em que este artigo está sendo concluído – quando 1 dólar equivale aproximadamente a 3 pesos – a inflação acumulada ao nível do consumidor foi de pouco menos de 50%, o que significa que houve uma mudança de 100% do índice “taxa de câmbio nominal/índice de preços doméstico”. Nesse período, pelo fato de ser curto, a inflação externa não chegou a ser um indicador que afetasse significativamente a taxa de câmbio real.

GRÁFICO 6

Argentina: Cotação do Dólar – Dez. 2001/Fev. 2003(Em Pesos/US\$)^a

Fonte: Banco Francés (Argentina).

^aMédia mensal; cotação de venda dos bancos (atacado).

e, mais tarde, acumular parcialmente reservas na medida em que essa demanda foi arrefecendo.

Ao mesmo tempo, notaram-se alguns efeitos já verificados em outras experiências de desvalorização acompanhadas de crises do sistema financeiro, em que a intensidade da crise gera, de certa forma, as sementes da sua solução. Situações em que empresas muito endividadas e praticamente quebradas, no período imediatamente posterior à desvalorização, conseguiram renegociar suas dívidas com deságios muito elevados tornaram-se relativamente comuns. Paralelamente, a substituição de importação e, com o tempo, certos movimentos iniciais ligados à produção de bens exportáveis geraram um certo dinamismo, que depois de uma queda do PIB do nível de dois dígitos em 2002 deverá permitir um crescimento da economia argentina em 2003 próximo a 4%.¹²

Por sua vez, a inflação, depois de alguns meses de forte aumento dos preços, parece também ter cedido com a estabilização recente do câmbio, tendo atingido em torno de 40% em 2002 e esperando-se que seja de aproximadamente 15% a 20% em 2003.

12 A intensidade da queda do PIB em 2002 explica-se pela trajetória fortemente declinante do nível de atividade durante 2001, que gerou um grande carry over negativo para o ano seguinte, bem como pela paralisação de várias atividades imediatamente depois da desvalorização, mas em termos dessazonalizados houve uma certa recuperação a partir do segundo trimestre de 2002.

4. Obstáculos e Condicionantes para uma Unificação Monetária

O Risco de os Países “Fecharem-se em si Mesmos”

Tendo exposto os traços marcantes da evolução da situação macroeconômica dos dois principais países do Mercosul, cabe agora analisar os obstáculos e as condições para poder atingir um dia o objetivo da unificação monetária. Face ao exposto nas seções anteriores, tanto o Brasil como a Argentina começaram a década atual condicionados por restrições e mudanças da política econômica que mostram uma clara falta de coordenação e de homogeneidade institucional de ambos os países nos últimos anos¹³ (ver quadro a seguir).¹⁴

Se analisarmos a experiência da União Européia, é evidente que atingir uma unificação monetária requer o cumprimento de diversas regras que tendem a assegurar um comportamento coordenado por parte das autoridades dos países-membros. Isso implica seguir um caminho que passa por uma série de etapas do processo de integração – comercial e de mercado de capitais, trabalho e serviços –, bem como pela harmonização das políticas fiscais, cambiais etc.

Esse tipo de processo, porém, exige discutir que modelo de instituições lhe deverá dar sustentação. Em que pesem os avanços na integração do Mercosul – que mergulhou numa espécie de *impasse* desde 1999 –, é evidente que o bloco está longe de ter consolidado instituições comuns suficientemente sólidas para imaginar que seja viável emitir uma moeda comum a curto prazo. Aos argumentos baseados na heterogeneidade das instituições fiscais, nos regimes monetário-cambiais e nas divergências acerca da regulação dos mercados, cabe acrescentar também alguns aspectos da convivência entre a Argentina e o Brasil, e entre estes e os outros sócios, nos últimos anos:

13 Embora tenhamos nos concentrado nos principais países do bloco, cabe registrar que o Paraguai atravessa uma fase de elevada instabilidade institucional e incerteza política desde o assassinato do então vice-presidente Argaña em 1999, enquanto o Uruguai, por sua vez, teve de mudar o regime cambial adotando um sistema de livre flutuação após a corrida bancária de fevereiro/julho de 2002.

14 Talvez a descrição do regime cambial brasileiro, no quadro a seguir, como tendo “mais de uma taxa de câmbio”, não seja inteiramente apropriada, por predispor o leitor a imaginar taxas muito diferenciadas entre si e a predominância do “velho modelo”. A rigor, os diferentes segmentos em que se divide o mercado de câmbio no Brasil passaram a ter taxas muito próximas entre si após a reforma feita há quase 15 anos, mas formalmente compõem mercados diferentes, e o sistema de controles baseados em portarias e resoluções antigas permanece quase intacto.

- a adoção de medidas cambiais, monetárias e de comércio exterior sem prévia consulta aos demais membros do bloco, em diferentes momentos;
- as diferenças na relação união-estados (províncias) na Argentina – onde não há nada parecido com a Lei de Responsabilidade Fiscal – e no Brasil, que obteve um relativo ordenamento dessa questão nos últimos anos; e
- a prioridade das agendas nacionais, que se sobrepõem à agenda regional de integração com outros países.

Instituições Macroeconômicas Comparadas da Argentina e do Brasil

PERÍODO	CARACTERÍSTICA	ARGENTINA	BRASIL
Fins de 1997	Política Monetária	Passiva	Ativa (<i>target</i> cambial)
	Política Cambial	Taxa fixa “irrevogável”	Minidesvalorização regulares, administradas e anunciadas
	Mercado Cambial	Unificado e livre	Controlado, com mais de uma taxa de câmbio
	Movimento de Capitais	Sem restrições	Com controles limitados
	Outras Características	Economia desindexada, bimonetária, semidolarizada	Economia com indexação limitada, não dolarizada
Fins de 2002	Política Monetária	Ativa, sem metas definidas	Ativa (<i>inflation target</i>)
	Política Cambial	Flutuação “suja”	Flutuação “suja”
	Mercado Cambial	Taxas de câmbio múltiplas com fortes controles cambiais	Controlado, com mais de uma taxa de câmbio
	Movimento de Capitais	Quase totalmente bloqueado	Com controles limitados
	Outras Características	Setor público em moratória unilateral de pagamentos do serviço de sua dívida e economia parcialmente indexada, com sistema financeiro e mercado de capitais “desdolarizado” e múltiplas moedas emitidas pela União e por diversas províncias	Economia com indexação limitada, não dolarizada

Fonte: *Elaboração própria, com base em Rubini (1998).*

A situação econômica dos últimos anos reflete também três aspectos-chave para entender alguns dos problemas do bloco:

- o avanço do Brasil, com a criação do sistema de metas de inflação, rumo a um regime monetário análogo ao de diversos países desenvolvidos, enquanto a Argentina retroagiu, de certo modo, nesse sentido, devido à multiplicidade de controles impostos em função da crise financeira de 2001/02;
- a ausência de avanços significativos no processo de integração nos últimos anos, devido à citada prioridade das agendas nacionais em detrimento da regional; e
- a falta de um debate concreto sobre os pontos fundamentais que devem definir o futuro do Mercosul, referentes ao aprofundamento da integração, às condições para a ampliação no sentido da incorporação de novos sócios e à estratégia conjunta para a negociação da Alca.

No fim de 2002, declarações e iniciativas de alguns funcionários ou representantes do governo brasileiro que iria assumir em janeiro de 2003 pareceram renovar o interesse pela consideração da viabilidade de uma moeda comum para a região. Concretamente, porém, a proposta específica de fato levantada foi a de criar uma espécie de câmbio restrito ao intercâmbio de *commodities* agrícolas – a chamada “moeda verde”.¹⁵

A Proposta de Unificação Monetária

Do que foi exposto nas seções anteriores, depreende-se que o Mercosul ingressou em um compasso de espera que não tem ajudado a incrementar a solidez e o avanço do processo de integração. Pelo contrário, os quatro sócios têm tido, em maior ou menor grau, uma certa tendência de adotar políticas autônomas, incluindo mudanças dos regimes cambial e monetário, da política fiscal e das regras de comércio exterior, sem prestar muita atenção no efeito dessas medidas sobre os seus vizinhos. A desvalorização do real no Brasil em 1999 foi talvez o primeiro evento mais importante que pôs a nu o problema da falta de institucionalidade do processo de integração. Na ocasião, como reação a isso e ainda na vigência da conversibilidade, algumas autoridades argentinas chegaram a analisar a conveniência de um

¹⁵ A rigor, o sistema de pagamentos entre bancos centrais nos termos dos acordos da Aladi já cumpre essa função [ver Kesman e Dadone (1984) e Vacchino (1983)].

possível acordo monetário com os Estados Unidos para dolarizar a economia, independentemente da opção dos demais parceiros do Mercosul. Por sua vez, desde então, as escolhas cambiais de cada país do bloco obedeceram a questões específicas das respectivas economias, ligadas ao efeito do câmbio sobre as diversas políticas e não a qualquer estratégia conjunta.

O denominador comum dessas crises foi a superposição de uma crise dupla: de liquidez e de expectativas. No caso do Brasil, em 1999, isso levou a uma mudança do regime cambial, da política monetária e das regras de relacionamento entre a União e os estados, o que possibilitou ao país ter acesso ao financiamento dos organismos multilaterais para compensar a restrição do crédito externo em uma fase de contração da liquidez nos mercados internacionais.

Já no caso da Argentina, a crise de liquidez também forçou a montagem de “pacotes” de ajuda externa, que, porém, desapareceu no contexto de sucessivos descumprimentos das metas previstas. A debacle da conversibilidade em 2001 foi detonada por uma corrida bancária à qual o Governo respondeu com uma estratégia rejeitada pela população. O desfecho se deu quando, já sem acesso a qualquer fonte de crédito externo, as reservas do país ameaçavam se exaurir e o governo se viu obrigado a acabar com a conversibilidade. Isso foi feito, porém, criando uma série de distorções, mediante um sistema de taxas de câmbio múltiplas, e transformando ativos e passivos do sistema financeiro de dólares para pesos, com taxas de câmbio diferenciadas.

A crise daí resultante foi tão intensa que, em geral, considerou-se um fato consumado que a discussão de temas institucionais mais profundos do bloco teria de ser adiada para depois das eleições presidenciais de abril/maio de 2003 na Argentina, quando também houve eleições presidenciais no Paraguai e troca de governo no início de janeiro no Brasil após as eleições de outubro de 2002. É válido supor, nesse contexto, que as agendas nacionais continuarão sendo prioritárias para os governos do Mercosul até a posse do conjunto de todos os novos eleitos, durante o ano. Portanto, os problemas da implementação de avanços na integração só poderão ser tratados a contento a partir do segundo semestre de 2003. Em outras palavras, tem-se pela frente novos adiamentos de decisões que afetem o futuro do Mercosul a médio e longo prazos.

Ao mesmo tempo, a instabilidade econômica e política do Cone Sul americano permite que se perceba mais uma vez quão custosa é a ausência de progressos maiores nos compromissos integracionistas no interior do bloco. Tais custos são, entre outros, principalmente:

- a perda de dinamismo do comércio intrabloco;
- a limitada mobilidade de fatores no interior da região;
- o escasso grau de harmonização tributária entre os países;
- a falta de coordenação das políticas macroeconômicas; e
- a ausência de regras comuns que minimizem as chances de surgimento de atritos diplomáticos.¹⁶

Nesse contexto, a iniciativa da Alca e as negociações referentes à formação de uma área de livre comércio com a União Européia abrem em parte a oportunidade para recuperar o terreno perdido. É possível que, no processo de discussão das questões envolvidas, os países da região percebam a importância de atuar em bloco e considerem a necessidade de avançar rumo a metas de convergência macroeconômica e de fortalecimento institucional em nível regional. Com isso, estariam sendo dados passos fundamentais para conferir uma “marca” ao Mercosul como uma região de *paz, democracia e estabilidade*, base para poder se estabelecer como um pólo de atração de investimentos nas decisões alocativas dos grandes *players* mundiais. Será muito difícil atingir essa atratividade desejada se for mantida a atual heterogeneidade das instituições e das políticas de cada um dos países do bloco. Isso irá requerer uma discussão profunda acerca dos caminhos necessários para avançar na integração e, no limite, chegar a uma moeda comum [Giambiagi e Lavagna (1998) e Eichengreen (1998)], o que por sua vez implica encarar a questão política fundamental da renúncia à soberania monetária individual e a construção de novas instituições com exercício de poder soberano de caráter supranacional.

A Questão da Soberania Monetária

Considerando o que foi exposto nas seções anteriores, parece claro que, para a viabilidade de uma unificação monetária, deve haver acordo em torno da criação de um “poder soberano” a ser exercido por um órgão emissor internacional. Um dos pontos cruciais a definir é que moeda adotar entre diversas opções:

16 A controvérsia registrada em 2002 entre o Paraguai e os seus dois principais vizinhos devido ao ressurgimento de casos de aftosa mostra claramente os problemas derivados da ausência de políticas e instituições comuns que sirvam para delimitar responsabilidades, homogeneizar procedimentos, normatizar a ação das autoridades e resolver controvérsias em prazo exíguo.

- uma terceira moeda, como o dólar;
- a moeda de um dos sócios; ou
- uma nova moeda a ser criada, como foi o caso do euro na Europa.

A primeira alternativa é inviável. O Brasil nunca admitiu nem se prevê que venha a admitir a renúncia à própria moeda em favor da adoção do dólar. Há duas fortíssimas razões para isso: por um lado, o desejo de continuar a ter a possibilidade de reagir a choques adversos mediante o instrumento da flutuação; e, por outro, a ausência completa de numerário em divisas para resistir a uma corrida bancária se houver a intenção de parte da população de “ver se os dólares existem” em caso de desconfiança acerca da possibilidade de o Banco Central alimentar a demanda pela moeda norte-americana com uma oferta equivalente. Já do lado da Argentina, a frieza com que a proposta de associação monetária com os Estados Unidos foi recebida em 1999 pelos funcionários do Tesouro e do Fed desestimula expectativas quanto à possibilidade de dolarizar efetivamente sua economia.

A eventual escolha da segunda alternativa afigura-se inviável na prática, porque, com exceção de áreas de fronteira e de circulação de turistas, o peso não é aceito no Brasil, nem o real na Argentina. Além disso, questões políticas tenderiam a invalidar o que provavelmente seria visto como uma “capitulação” diante do vizinho.

Conseqüentemente, a única opção realista é a última. Para isso, chegar um dia a emitir uma moeda comum pressupõe, em termos operacionais, ter, entre outras coisas:

- um banco central unificado que emita a nova moeda e seja o único administrador das reservas internacionais que lhe dêem respaldo;
- uma única legislação para o funcionamento das instituições financeiras;
- um regime cambial unificado;
- uma política monetária única sob a responsabilidade da citada autoridade monetária comum;
- um mesmo regime contábil;
- um sistema de pagamentos unificado;

- um marco regulatório para ambos os países no que se refere às normas que regem o sistema financeiro;
- um sistema comum de supervisão prudencial e de prevenção e castigo de delitos bancários e financeiros, incluindo a lavagem de dinheiro;
- um emprestador de última instância para todos os sócios do “clube” da nova moeda;
- normas idênticas em todos os países acerca dos movimentos de capitais; e
- normas comuns referentes ao regime de instituições financeiras e de intermediários financeiros não bancários – cooperativas de crédito ou *leasing*.

Embora exista abundante literatura acerca das condições para construir uma unificação monetária, é conveniente analisar aspectos conceituais e instrumentais em relação ao desenho não apenas das condições para uma unificação monetária, mas também para ter uma idéia de alguns dos atributos mínimos que deveria ter o órgão emissor dessa nova moeda. Uma fonte de conflito é o tema da soberania monetária, que, mesmo sendo um conceito abstrato, é a base das definições políticas e institucionais fundamentais para implementar uma integração monetária crível [Mundell (1973 e 1997)].

“Soberania monetária” é um conceito ao qual, a princípio, nenhum estado nacional gosta de renunciar, pois a integração monetária implica aspectos de cessão de soberania política e legal. Aquela diz respeito à capacidade de implementar decisões sem condicionantes ligados a terceiros países, enquanto a soberania legal é a possibilidade de aprovar leis independentemente de outros países. Pensar em uma unificação monetária significa pensar na cessão de parte dessa soberania. Abandonar esse monopólio, ou seja, estar disposto a compartilhar o que antes era restrito às fronteiras nacionais, pressupõe obter algo em troca.

Se Argentina e Brasil – e os demais sócios do Mercosul, se estiverem dispostos – adotam uma moeda comum, deverão definir se irão optar por um regime de câmbio fixo ou flutuante e aceitar que, levando em conta os benefícios dessa unificação e avaliando que são maiores que seus custos, estão dispostos a ceder soberania a uma entidade supranacional – o banco central unificado. Por sua vez, se o dinheiro for entendido como um passivo do estado em relação aos seus detentores, é possível entender a existência de uma política fiscal única como uma condição para a integração monetária,

embora os limites precisos dessa condição sejam fator de controvérsia e negociação.¹⁷

A soberania monetária, sob uma perspectiva legal, implica o direito de um governante ou de um estado ou confederação de estados a determinar:

- qual será o instrumento que funcionará como unidade de conta;
- qual será o meio de pagamento que terá “curso legal”;
- como irá ser determinada a quantidade de dinheiro emitida; e
- se a emissão caberá à própria entidade emissora ou se esta recorrerá a terceiros.¹⁸

Se um bloco regional deseja renunciar a suas soberanias nacionais e passar a emitir uma única moeda, deve definir os mecanismos que levariam à substituição das moedas dos sócios por uma nova, o que exige avançar previamente em termos de: *a)* obtenção de metas comuns de convergência macroeconômica que tornem crível a unificação; e *b)* definição por consenso das instâncias institucionais exigidas pela criação e funcionamento do novo órgão emissor.

Um bom ponto para reflexão é o que está ocorrendo com as quase-moedas da Argentina, onde o Banco Central tem, supostamente, o monopólio da emissão de dinheiro, o qual deveria ser o único com curso legal. Entretanto, as letras emitidas pelo Ministerio de Economía – denominadas Lecop – foram admitidas para o pagamento de impostos federais em 2001, e os governos estaduais têm feito o mesmo com o pagamento de tributos mediante as quase-moedas por eles emitidas. Isso suscita um par de questões óbvias, tais como:

- pode ser macroeconomicamente estável uma área geográfica onde o Poder Legislativo de cada país-membro decide sobre a emissão de meios de pagamento independentemente dos demais membros do bloco?; e

17 É razoável, por exemplo, com base nesse tipo de consideração, que os países de uma união monetária tenham tetos comuns de endividamento ou déficit público. Muito mais difícil, porém, é que haja concordância quanto a ter um organismo unificado a cargo das políticas fiscais de cada país, o que afetaria mais gravemente o princípio da independência política das nações. Mesmo no caso da Europa, apesar de todos os avanços da integração, esse organismo unificado não existe.

18 Em determinadas circunstâncias, sem precisar recorrer a terceiros, é possível pensar em uma autoridade monetária com alto grau de flexibilidade para intervenções em situações pontuais, como, por exemplo, ocorreu recentemente no caso de Hong Kong [Chiu (2001)].

- dentro de cada país-membro, podem os governos estaduais emitir e permitir o uso de moedas próprias?

Ora, é evidente que, em uma união monetária que funcione efetivamente como tal, a resposta a essas interrogações não pode jamais ser positiva. Mais ainda, a política monetária do órgão emissor deve estar afastada das particularidades de cada país-membro. Isto é, caso o banco central unificado implemente uma certa política monetária, não pode fazê-lo tendo de levar em conta a repercussão disso em função dos interesses de nenhum membro particular do bloco, mas sim com base em regras transparentes e claramente definidas acerca da estabilidade econômica e financeira da região como um todo. Nesse sentido, há dois possíveis modelos que deveriam orientar a reflexão sobre um banco central regional no âmbito do Mercosul. É isso que veremos a seguir.

Dois Casos de Bancos Centrais Federais

O Fed

O Sistema da Reserva Federal (Fed) é uma entidade colegiada de base federalista, na qual os principais órgãos são:¹⁹

- o Conselho de Governadores da Reserva Federal, a cargo da condução da entidade;
- o Comitê Federal de Mercado Aberto, que tem sob sua responsabilidade a condução da política monetária; e
- o sistema de bancos da Reserva Federal.

O Conselho de Governadores compõe-se de sete membros, cujas funções são:²⁰

- estabelecer exigências de reserva legal para as entidades financeiras e aprovar as taxas de desconto praticadas pela política monetária, que atualmente são uma combinação de metas de inflação e de emprego;
- supervisionar e regular o sistema financeiro;

19 Para uma descrição da institucionalidade da política monetária nos Estados Unidos, ver Ahktar e Howe (1991).

20 O Conselho é assessorado por um Conselho Assessor de Consumidores, um Conselho Assessor Federal e um Conselho Assessor de Instituições de Poupança.

- administrar a regulação de proteção aos consumidores de serviços financeiros; e
- supervisionar os bancos da Reserva Federal.

O Comitê Federal de Mercado Aberto, por sua vez, é integrado pelos sete membros do Conselho de Governadores e mais cinco presidentes da Reserva Federal, um dos quais – o de Nova York – tem caráter permanente, na qualidade de agente financeiro do Fed para as operações de mercado aberto. O Comitê é encarregado dessas operações, que são o instrumento primário da política monetária norte-americana, e estabelece um calendário de reuniões para determinar a taxa de desconto de curto prazo, conhecida como *federal funds rate*. A política monetária opera sobre a constituição de reservas legais das instituições financeiras e a Reserva Federal faz isso por meio das operações de mercado aberto ou de ajustes na taxa de desconto, que afeta a taxa de juros.²¹ A política do Fed é guiada por objetivos ligados à estabilidade do nível de preços e ao nível de atividade.

Finalmente, os bancos da Reserva Federal são em número de 12 e têm a função de:

- colocar o dinheiro em circulação;
- administrar o *clearing* entre as instituições financeiras e o sistema de pagamentos;
- administrar os saldos das contas do estado;
- receber os depósitos das reservas legais das instituições financeiras;
- ser o veículo de provisão de adiantamentos e redescontos para as instituições financeiras; e
- propor taxas de desconto para as operações de mercado aberto.

O Sistema Europeu de Bancos Centrais²²

O Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) é a autoridade monetária da União Européia, embora seu braço executor seja o Banco Central Europeu (BCE) com sede em Frankfurt, na Alemanha, ao qual se encontram

21 Ocasionalmente, a autoridade monetária apela também para mudanças nas exigências de encaixes legais.

22 Sobre esse ponto, ver Otto (2000).

subordinados os bancos centrais dos diversos estados nacionais do bloco. O SEBC cumpre todas as funções de qualquer autoridade monetária do mundo:

- emite moeda;
- realiza operações de mercado aberto;
- pratica intervenções no mercado de câmbio;
- administra as reservas internacionais; e
- regula e fiscaliza o bom funcionamento do sistema de pagamentos.

O principal órgão decisório do referido sistema é o Conselho de Governo, composto pelo Comitê Executivo do BCE e pelos titulares dos bancos centrais nacionais. Esse Conselho é que toma as decisões de política monetária e determina as linhas gerais para a sua implementação por parte do Comitê Executivo, cujas instruções devem ser acatadas pelos bancos centrais dos países-membros e que é integrado por um presidente, um vice-presidente e outros quatro membros, nomeados pelo Conselho Europeu. Cada um deles permanece oito anos nas suas funções e pode ser reconduzido ao cargo. O mecanismo decisório baseia-se em uma representatividade de tipo federal, em que cada membro tem um voto.²³ A regra admite exceção nos casos em que o cômputo dos votos é ponderado de acordo com a participação de cada banco central no capital do BCE, na tomada das seguintes decisões:

- aumento de capital do BCE;
- atribuição de ponderações para a subscrição de capital;
- transferência de reservas internacionais dos bancos nacionais ao BCE;
- atribuição de fundos a cada banco central com base na *performance* do BCE; e
- atribuição de lucros e perdas do BCE.

É importante registrar que o SEBC tem como objetivo garantir que os sinais da política monetária sejam lidos de modo transparente e uniforme nos países-membros. Isso é necessário porque, se assim não fosse e mudanças nas taxas de juros não fossem transmitidas de maneira uniforme, poderia ser

23 The Economist (1998) faz uma crítica contundente a esse tipo de organização.

difícil ou mesmo impossível que as taxas de juros arbitrassem rapidamente no interior da União.

No que tange às decisões mais importantes, o órgão de 18 membros conta com maior peso dos bancos centrais nacionais (12 ao todo), o que ultrapassa a representatividade que tinham os bancos regionais *Landeszentralbanken* no corpo executivo do antigo *Bundesbank* alemão (o *Zentralbankrat*), uma vez que, dos 17 membros com voz e voto, nove eram de representantes regionais. No caso do BCE, o modelo parece ser uma réplica com ligeiras modificações do modelo alemão de banco central.

5. O que Levar em Conta para um Banco Central do Mercosul?

De uma perspectiva institucional, a discussão de uma política monetário-cambial e de unificação monetária exige, ao menos, a integração dos mercados de capitais e dos sistemas financeiros, além da harmonização das normas tributárias e da uniformização dos requisitos de informação e prevenção e das regras para castigo de delitos. Isso, por sua vez, requer um papel ativo de grupos de trabalho específicos, constituídos para dar os passos necessários ao processo de unificação de procedimentos e de legislações e que deveriam ter como objetivo a articulação e a aceleração da tomada de decisões orientadas para fortalecer a integração, para que esta não se restrinja a um discurso voluntarista.

Em termos concretos, o debate em torno desses temas não exige apenas a intervenção dos máximos níveis de governo dos países do Mercosul, como também dos seus diversos órgãos formais:

- o Conselho do Mercado Comum, encarregado da condução política do processo de integração;
- o Grupo Mercado Comum, órgão executivo do bloco, do qual depende, entre outros, o Subgrupo de Trabalho número 4 (SGT-4) de Assuntos Financeiros; e
- a Comissão Parlamentar Conjunta.

Caso se avance na integração dos mercados de capitais e na harmonização de regras e procedimentos, será preciso incorporar os respectivos bancos

centrais nacionais através do SGT-4 e definir um novo grupo *ad hoc* para a emissão de recomendações fundamentais que venham a se traduzir em decisões práticas. Isso exige uma participação paralela de grupos de técnicos qualificados em aspectos legais críticos, já que o surgimento de um banco central unificado seria fruto de um tratado internacional. Aqui há um problema-chave a resolver, representado pelo fato de que os tratados internacionais na Argentina têm *status* análogo ao da Constituição, sem que se exija aprovação parlamentar para a sua vigência, o que não ocorre no Brasil. A diferença existente obrigaria a adotar uma emenda constitucional prévia no Brasil para equiparar nossa situação com a do vizinho. Portanto, a harmonização das restrições legais é uma tarefa *sine qua non* para qualquer tentativa de construir um banco central comum emissor da nova moeda única.

Chegar a um acordo acerca do funcionamento de um banco central unificado implica estabelecer o tipo de órgão que se pretende consagrar como emissor, o qual requer definir na sua carta orgânica, de forma clara, as seguintes questões:

- seus objetivos primordiais;
- suas funções e atribuições;
- seu regime de tomada de decisões;
- os instrumentos para essas decisões;
- seu poder de polícia sobre a emissão de moeda e sobre o sistema financeiro;
- seu grau de transparência e de submissão a um regime estrito de prestação de contas; e
- seu grau de independência em relação às autoridades políticas dos países.

Essa é a base para determinar, por exemplo, os seguintes aspectos: se estaremos lidando com um banco central orientado para a estabilidade de preços, como o Banco Central alemão antes do surgimento do euro, ou para um *mix* de estabilidade de preços e de nível de atividade, como o Fed; se ele terá atribuições de emissão ativa; se terá independência face às autoridades políticas de modo a não ser utilizado para o financiamento direto ou indireto de desequilíbrios fiscais dos países; etc. A definição de regras claras e

mutuamente aceitas, de um regime legal comum e de mecanismos de *enforcement* é condição básica para a credibilidade do novo organismo.²⁴

Tudo isso nos leva à necessidade de analisar a viabilidade material de um banco central único efetivamente independente. O colapso do regime cambial na Argentina mostrou a dificuldade para sustentar um banco central independente quando os governos – nacional e subnacionais – atravessam dificuldades financeiras agudas. Por isso, a criação de um órgão emissor comum exigirá a discussão de instrumentos legais que tornem irreversível – ou de muito difícil reversibilidade – uma eventual unificação monetária. A experiência argentina recente com a emissão de Lecops federais e de quase-moedas estaduais, mesmo antes do abandono da conversibilidade, mostra a facilidade com que pode aparecer um comportamento de *free rider* por parte das autoridades encarregadas de administrar recursos fiscais em circunstâncias de agudo estresse financeiro. Por tudo isso, pensar em uma moeda comum significa ter certo “condicionamento mental” que tenha presente tanto as atribuições do banco central unificado como os graus de liberdade aos quais estaria renunciando cada país. Nesse sentido, pode ser conveniente ordenar os aspectos mais críticos da questão de acordo com o tipo de problemas a resolver:

- **Soberania.** Os sócios devem ter presente que a renúncia a um banco central próprio implica perder a apropriação de senhoriagem, cuja mecânica de distribuição precisa, portanto, ser definida. Isso é inerente à existência da moeda comum e não é independente do critério definido para a composição da diretoria da nova instituição e para o cálculo do peso relativo de cada país na composição dos votos da mesma.
- **Independência.** É necessário definir em bases concretas e transparentes o grau de autonomia da nova autoridade monetária.
- **Regime comum.** Uma moeda comum, por definição, implica unificar as políticas monetária e cambial. Estabelecer como serão essas políticas é fundamental para minimizar o surgimento de divergências futuras.
- **Instituições monetárias comuns.** Pelos mesmos motivos do ponto anterior, cabe definir claramente na carta orgânica da nova autoridade monetária questões básicas como: em que condições será utilizada a

24 *Imagine-se que um membro do board da instituição, nascido no país A, cometa um delito e procure asilo no país B, também pertencente ao bloco. Trata-se do tipo de situação com potencial para destruir a credibilidade da instituição. Daí por que a vinculação entre o funcionamento do banco central unificado e o contexto legal em que isso se daria é fundamental.*

figura do prestador de última instância; como funcionará o seguro de depósitos; quais serão as normas de funcionamento comuns para as instituições financeiras dos países do bloco; como será feita a supervisão prudencial; que instrumentos de política monetária serão adotados; que critérios irão reger a concessão de autorizações para a operação de novas instituições financeiras, tanto para estas como para seus dirigentes; como será feita a administração das reservas internacionais; como será a logística administrativa para as operações de mercado aberto; como funcionará o sistema de pagamentos; etc.

- **Grau de *enforcement*.** É importante especificar sem ambigüidades o grau de comprometimento e cumprimento dos dispositivos acordados por todos os países que adotem a moeda única, os quais não podem contar com “buracos” (*loopholes*) na legislação que lhes permitam emitir decretos ou aprovar leis em casos excepcionais, autorizando, por exemplo, a emissão de moedas paralelas ou de bancos paralelos aos autorizados pelo banco central unificado. Esse ponto é fundamental para que a união monetária seja crível.

Em outras palavras, é preciso constituir um sistema financeiro – a partir dos sistemas nacionais originais – submetido a um mesmo conjunto de regras que sejam válidas para todos os países dessa união, sem cláusulas de escape que comprometam a estabilidade do bloco. O recente colapso do sistema financeiro do Uruguai, tradicional “refúgio” para investidores argentinos atraídos pela maior “segurança” supostamente atribuída às contas em paraísos fiscais de bancos residentes nesse país, é um caso a ser levado em conta e que deixa lições valiosas acerca da importância de ter regras comuns.

A experiência do Fed dos Estados Unidos mostra o êxito de um sistema que não admite exceções. Da mesma forma, o gradual nascimento do euro revelou a eficácia e a necessidade de regras do jogo claras para a mobilidade de capitais em um processo de integração monetária que seja consistente com o equilíbrio macroeconômico e a estabilidade de preços e do sistema financeiro.

No Mercosul, chegar a algo do gênero exige tempo e paciência para o debate político que permita definir normas com *enforcement* real e validade legal efetiva para os países-membros e que não permita recorrer à Justiça local de cada país para “driblar” os compromissos assumidos diante dos parceiros. Esse tempo exige, além disso, que se avance na integração dos mercados de capitais e na criação e desenvolvimento de instituições comuns, sem o que o debate sobre uma possível união monetária perde qualquer sentido.

Portanto, uma proposta “razoável” de unificação está associada a uma espécie de “roteiro” que inclua, pelo menos, os seguintes pontos:

- definição e implementação efetiva de critérios de convergência macroeconômica;
- redefinição das instituições fiscais no interior dos países, para resolver problemas pendentes associados ao sistema federalista, algo particularmente crítico no caso argentino;
- harmonização das políticas tributária e trabalhista;
- avanços para a criação de um Parlamento comum e de instâncias específicas de uma Justiça comum, que permita resolver controvérsias entre as partes de países distintos do bloco;
- vigência de normas que assegurem o tratamento homogêneo aos movimentos de capital e à intermediação financeira nos países da região; e
- definição de um cronograma concreto e realista para a criação de uma moeda comum e para a substituição das autoridades monetárias nacionais por um banco central unificado.

6. Conclusões: Rumo a uma Proposta Gradualista com Base no Contexto Internacional

Os países do Mercosul encontram-se diante de um *impasse* no que tange ao avanço da integração. Nos últimos anos, os membros do bloco foram submetidos a uma série de problemas vinculados a choques externos e a situações de crises fiscais que geraram instabilidade econômica e, por vezes, também crises políticas. Isso trouxe como consequência um predomínio das agendas nacionais em detrimento da regional, embora não implicasse um retrocesso formal no processo de integração.

Nesse contexto, o debate em torno de uma moeda comum do bloco, que surja a partir de entendimentos inicialmente bilaterais entre o Brasil e a Argentina, pressupõe maior convergência macroeconômica e harmonização de políticas. No presente trabalho, tentamos contribuir para esse debate abordando as questões suscitadas pelo objetivo de se chegar algum dia à instrumentação concreta de uma moeda comum. Isso implica a existência

de um banco central unificado, para o que há algumas interrogações e dilemas que seriam colocados para as autoridades monetárias.

O tratamento do tema exige discutir o conceito de soberania monetária e a renúncia parcial que hoje cada país tem individualmente. Paralelamente, cabe também discutir que instituições fiscais poderiam permitir assegurar a solvência dos respectivos fiscos, bem como quais deveriam ser as condições adequadas para que haja um movimento de capitais que flua livremente entre os países, sem a existência de “refúgios” que justifiquem exceções ao regime comum que se decida adotar. O texto pretendeu ser uma espécie de “roteiro” para tentar “mapear” as questões que devem ser abordadas nesse caminho, que requer muito trabalho.

À luz de tudo o que foi dito, qualquer proposta de avançar rumo à criação de uma autoridade monetária comum entre os dois principais sócios do Mercosul deve considerar a existência de um poder de veto do parceiro. Em outras palavras, há condicionantes de parte a parte que fazem com que existam pontos inegociáveis para os interesses brasileiros e outros na ótica dos interesses argentinos.

Da parte do Brasil, os principais condicionantes são os seguintes:

- a curto prazo, em 2003, o Brasil terá uma inflação elevada comparativamente às taxas da ordem de 3% que se imaginavam há um par de anos e, embora adepto de uma queda da taxa, o país não tem disposição de sacrificar o crescimento para convergir rapidamente rumo a uma meta como aquela;
- em relação ao médio prazo – até 2006, por exemplo –, durante a campanha eleitoral os assessores do presidente Luiz Inácio Lula da Silva se manifestaram claramente contrários a que o Banco Central postulasse taxas de inflação como as metas então existentes, em torno da já citada taxa de 3%, preferindo se satisfazer com uma taxa em torno de 5%, vista como mais adequada a um país como o Brasil; e
- provavelmente quase 100% dos políticos e dos economistas brasileiros rejeitam o câmbio fixo como uma solução duradoura para o país, à luz do que ocorreu com a própria experiência de câmbio rígido até 1998 e anos depois com a Argentina.²⁵ O Brasil, portanto, não irá participar de

²⁵ Em nossa opinião, isso não invalidaria, porém, a aceitação de algum esquema temporário de peg que permitisse maior coordenação das políticas macroeconômicas dos dois países na fase de preparação para a unificação monetária ou mesmo nos primeiros meses da nova moeda.

nenhum esquema de dolarização ou nova conversibilidade duradoura com câmbio fixo.

Por outra parte, do lado argentino os condicionantes são:

- o trauma ainda relativamente recente de três surtos hiperinflacionários vividos no final dos anos 80/início dos anos 90, que criou na sociedade um sentimento de intolerância com o aumento dos preços e que guarda certa semelhança com a alegada resistência ao aumento dos preços por parte da sociedade alemã depois da hiperinflação dos anos 20; e
- o temor a desvalorizações da moeda, reavivado pelo episódio da saída desordenada da conversibilidade em janeiro de 2002, quando em apenas um semestre a cotação do dólar aumentou 270%.

Do ponto de vista da Argentina, portanto, para que aos olhos do cidadão comum a união monetária faça sentido o Brasil terá de mostrar: *a*) uma inflação relativamente baixa; e *b*) uma taxa de câmbio com certa estabilidade – mesmo que o regime seja flutuante –, que não dê os saltos observados nos últimos anos. Só nessas condições é que os argentinos iriam se sentir confiantes para poupar na nova moeda.

O raciocínio acima sugere que, para viabilizar um esquema de convergência macroeconômica entre os países do Mercosul, o Brasil não precisa se apressar em chegar ao regime permanente de metas nos termos sugeridos em Giambiagi e Carvalho (2002), que postularam uma meta de 2,5% com intervalo de tolerância de + ou – 1,5%, ou seja, com um teto de 4%, mas terá de se esforçar para reverter as expectativas de aceleração dos preços presentes no início de 2003. Uma forma de avaliar as metas para a trajetória futura da inflação é analisar os números em perspectiva histórica, à luz das informações da Tabela 8.

Observe-se que, de modo geral, os países do “Club Med” que tinham as maiores taxas de inflação da Europa em meados dos anos 70 demoraram em torno de 20 anos para atingir o padrão dos países líderes. Portanto, talvez tenha sido excessivamente ambicioso postular para o Brasil, a menos de 10 anos da estabilização, taxas de inflação próximas às internacionais, embora isso continue sendo válido como uma meta de longo prazo. Ao mesmo tempo, é necessário olhar os dados das Tabelas 9 e 10. Na primeira, nota-se que, dos 22 países que tradicionalmente compunham o anexo estatístico da Cepal, apenas três tinham menos de 5% de inflação anual em 1985, e em 2002 eles já eram em torno de 1/3 do total, enquanto em 1985 só quatro

TABELA 8

Taxas de Variação do IPC: Médias Anuais – 1976/2000

(Em %)

PAÍS	1976/80	1981/85	1986/90	1991/95	1996/2000
Espanha	18,6	12,2	6,5	5,2	2,6
Grécia	16,3	20,6	17,3	13,9	4,8
Itália	16,6	14,1	5,7	5,0	2,4
Portugal	21,6	23,2	11,3	7,2	2,7
Alemanha	4,0	3,9	1,4	3,1	1,3
Estados Unidos	8,9	5,5	4,0	3,1	2,5

Fonte: FMI, IFS Yearbook.

TABELA 9

América Latina e Caribe: Número de Países por Faixas de Inflação – 1985/2002

INFLAÇÃO (%)	1985	1990	1995	2002
≤ 10	4	3	7	15
≤ 5	3	2	4	8
5-10	1	1	3	7
10-20	4	2	6	4
20-50	7	10	7	3
> 50	7	7	2	–
Total	22	22	22	22

Fonte: Cepal.

países tinham inflação inferior a 10% e atualmente já são a grande maioria. Já a Tabela 10 indica que, embora seja verdade que uma inflação baixa é difícil de atingir, México e Chile – que deveriam ser os parâmetros de referência para o Brasil e a Argentina – já têm taxas anuais de 5% ou menos, e mesmo a Colômbia – o país latino-americano com maior tradição em conviver com inflação em torno de 20% – já tem uma taxa inferior a 10%.

Em conclusão, desse conjunto de dados se pode depreender uma estratégia para o Brasil que contemple os seguintes limites:

- para 2003/06 – período de gestão do atual governo –, uma inflação que seja consistente com as promessas eleitorais, ou seja: a) declinante; e b) inferior a 10%, embora não inferior a 5%;²⁶ e

²⁶ No momento de fechar este artigo, a expectativa média aproximada do mercado para a inflação brasileira, ao nível do consumidor, é de 12% em 2003, 8% em 2004, 6% em 2005 e 5% em 2006.

TABELA 10

Inflação e Perspectivas de Inflação – IPC

(Em % a.a.)

PAÍS	MÉDIA 2001/02	PERSPECTIVAS PARA 2003
Chile	2,7	2,9
Colômbia	7,3	6,5
México	5,0	4,0
Peru	0,7	2,2

Fonte: *Morgan Stanley*.

- para depois de 2006, que procure a convergência com a inflação internacional, agora em conjunto com a Argentina, atingindo taxas em torno de 2,5% a 3% em 2010, talvez já no contexto de vigência de uma área monetária comum, se for viável chegar à constituição de um banco central regional até o final da década.²⁷

Conseqüentemente, no caso brasileiro haveria então uma estratégia de duas velocidades. A médio prazo, no presente governo, procurar-se-ia atingir o nível desejado pelos assessores do presidente Lula de uma inflação anual de 5%, vista como uma meta apropriada para um país com as condições atuais do Brasil. A longo prazo, até o final da década e já estando mais distante no tempo o ano de lançamento do Plano Real (1994), procurar-se-ia atingir maior convergência com taxas similares às dos países desenvolvidos, de 3% ou menos. Assim, o Brasil demoraria entre 15 e 20 anos para alcançar esses níveis baixos de inflação de forma duradoura, o que guarda certa analogia com as aproximadamente duas décadas que países como Espanha, Portugal ou Grécia demoraram em passar da inflação de quase 20% a.a. da segunda metade dos anos 70 para as taxas de 2% a 3% registradas nos últimos anos.

Referências Bibliográficas

- AHKAR, M. A., HOWE, H. The political and institutional independence of US monetary policy. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 178, 1991.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Metas para a inflação no Brasil – uma coletânea de trabalhos*. 2002.
- BLINDER, Alan. *Central banking in theory and practice*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1998.

²⁷ Cabe lembrar que o Chile tem uma meta permanente de inflação de 3%.

- CHIU, Priscilla. *Hong Kong's experience in operating the currency board system*. Apresentação no "High-Level Seminar on Exchange Rate Regimes: Hard Pegs or Free-Floating?" Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2001.
- EICHENGREEN, Barry. *Does Mercosur need a single currency?* Berkeley: Institute of Business and Economic Research/Center for International and Development Economic Research/University of California, 1998 (Paper C98-103).
- GAZETA MERCANTIL. Lula pretende ir à Argentina antes da posse. São Paulo, 24 de outubro de 2002.
- GIAMBIAGI, Fabio, CARVALHO, José Carlos. As metas de inflação: sugestões para um regime permanente. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 22, n. 3, jul./set. 2002.
- GIAMBIAGI, Fabio, LAVAGNA, Roberto. Hacia la creación de una moneda común – una propuesta de convergencia coordinada de política macroeconómica en el Mercosur. In: CARRERA, Jorge, STURZENEGGER, Federico (eds.). *Coordinación de políticas macroeconómicas en el Mercosur*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica, 1988.
- KESMAN, Carlos, DADONE, Aldo. *Una reformulación a la propuesta de Convenio Monetario Aladi*. VII Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo. Banco Central de la República Argentina, 1984.
- LEIDERMAN, Leonardo, SVENSSON, Lars. *Inflation targets*. London: Centre for Economic Policy Research (CEPR), 1995.
- MISHKIN, Frederic. *International experiences with different monetary policy regimes*. Mar. 1999 (NBER Working Paper, 7044).
- _____. *Inflation targeting in emerging countries*. Mar. 2000 (NBER Working Paper, 7618).
- MUNDELL, Robert A. The international distribution of money in a growing economy. In: FRENKEL, Jacob, JOHNSON, Harry. *The monetary approach of balance of payments*, University of Toronto Press, 1973, Cap. 4.
- _____. *Money and the sovereign state*. Trabalho apresentado na "International Economic Association Conference". Trento, Itália, 4-7 de setembro de 1997.
- OTTO, Samira. *La competence de la Banque Centrale Européenne et ses relations avec les banques centrales nationales*. Sorbonne: Université Paris I, 2000.

RUBINI, Héctor. Moneda única en el Mercosur – una lectura desde la Argentina. *Económica*, La Plata, Argentina, v. II, n. especial, 1998.

THE ECONOMIST. Euro towers or faulty towers? Oct. 1998.

VACCHINO, Juan. *Integración latinoamericana: de la Alalc a la Aladi*. Buenos Aires: Ediciones Depalma, 1983.

WERLANG, Sérgio, *et alii*. *Implementing inflation targeting in Brazil*. Banco Central do Brasil, jul. 2000 (Working Paper Series, 1).

